

## 公司研究

## 21年H1业绩实现高增长，浙石化持续贡献投资收益

## ——桐昆股份（601233.SH）21年H1业绩预增公告点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年H1业绩预增公告，预计实现归母净利润41.0亿元-42.5亿元，同比+305%-320%；其中Q2单季度预计实现归母净利润约23.8亿元-25.3亿元，同比+309%-334%、环比+39%-48%。

## 点评：

**主营产品价格及价差上涨，带动公司业绩实现高增长：**随着疫情缓解，全球经济持续复苏带动下游需求持续回暖，公司主营产品盈利能力大幅提升，21年H1业绩实现高增长。2021年H1，PTA、POY、FDY、DTY均价分别为4451元/吨、7113元/吨、8153元/吨、8651元/吨，分别同比+14%、+19%、+14%、+11%；PTA、POY、FDY、DTY价差分别为1012元/吨、1386元/吨、2306元/吨、2747元/吨，分别同比-102元/吨、+231元/吨、+137元/吨、+24元/吨。随着下游需求持续复苏，行业景气度有望维持，公司21年H2业绩同比有望持续上涨。

**深耕于聚酯领域，公司未来成长性可期：**截至2020年末，公司拥有的PTA、聚酯、涤纶年产能分别为420万吨、690万吨、740万吨。20年下半年，公司洋口港石化聚酯一体化项目全面开工，计划建设500万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY产能，有望在21年四季度投产；同时，恒翔新材料项目已于20年上半年开工，将新增15万吨表面活性剂和20万吨化纤纺织专用油剂产能。此外，公司于20年12月与21年6月分别投资150亿元于年产240万吨长丝（短纤）项目和年产200万吨聚酯纤维项目，持续规划未来产能扩张。公司深耕聚酯领域，不断增强其产业链一体化规模优势，其行业龙头地位有望进一步稳固。

**浙石化二期项目产量稳步爬坡，持续贡献丰厚业绩：**公司持有浙江石化项目20%股权，2020年浙石化一期项目在经历原油价格暴跌和少量化工装置未开车的基础上，依然为公司贡献了22.3亿元投资收益，是20年公司利润的主要来源。2020年11月，浙石化二期投入生产，其产能稳步爬坡，对公司2021年Q1的投资收益贡献高达8.7亿元。随着浙石化二期的完全达产与业绩释放期的来临，预计未来该项目将进一步增厚公司的投资收益。

**盈利预测、估值与评级：**浙石化二期持续放量叠加行业景气上行，公司盈利能力大幅提升，因此我们上调公司2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为71.26（上调62%）/80.89（上调49%）/91.95（上调42%）亿元，折合EPS 3.12/3.54/4.02元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新增产能投放不及预期风险；原材料价格大幅上涨风险；下游需求复苏不及预期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,582	45,833	53,630	58,372	63,571
营业收入增长率	21.59%	-9.39%	17.01%	8.84%	8.91%
净利润（百万元）	2,884	2,847	7,126	8,089	9,195
净利润增长率	36.04%	-1.31%	150.34%	13.51%	13.67%
EPS（元）	1.56	1.30	3.12	3.54	4.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.18%	11.09%	21.08%	19.64%	18.55%
P/E	18	21	9	8	7
P/B	2.7	2.3	1.9	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-16 注：公司总股本2019年末为18.48亿股，2020年末为21.97亿股，2021年及以后为22.88亿股

## 买入（维持）

当前价：27.39元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

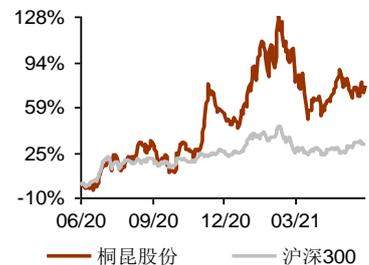
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	22.88
总市值(亿元)	626.55
一年最低/最高(元)	13.56/31.00
近3月换手率	108.47%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.88	31.02	82.14
绝对	23.82	34.33	96.00

资料来源：Wind

## 相关研报

浙石化股权收益加码，长丝景气回升有望助力公司业绩提升——桐昆股份（601233.SH）2020年年报点评（2021-04-16）

大股东加码彰显公司信心，涤纶长丝龙头强者恒强——桐昆股份（601233.SH）定增方案点评（2021-01-11）

聚酯龙头将重回业绩增长通道——桐昆股份（601233.SH）投资价值分析报告（2020-11-06）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	50,582	45,833	53,630	58,372	63,571
营业成本	44,610	42,937	48,200	52,440	57,333
折旧和摊销	1,806	2,068	2,036	2,173	2,330
税金及附加	122	90	106	115	126
销售费用	163	79	93	101	110
管理费用	660	688	805	877	955
研发费用	1,118	1,042	1,219	1,327	1,445
财务费用	415	327	371	172	108
投资收益	172	2,173	4,500	5,000	6,000
营业利润	3,757	2,969	7,469	8,481	9,644
利润总额	3,762	3,003	7,502	8,515	9,677
所得税	866	147	366	416	472
净利润	2,896	2,856	7,136	8,099	9,205
少数股东损益	12	10	10	10	10
归属母公司净利润	2,884	2,847	7,126	8,089	9,195
EPS(元)	1.56	1.30	3.12	3.54	4.02

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,116	3,347	5,201	5,864	6,128
净利润	2,884	2,847	7,126	8,089	9,195
折旧摊销	1,806	2,068	2,036	2,173	2,330
净营运资金增加	-2,307	-1,986	936	226	227
其他	2,733	419	-4,897	-4,624	-5,625
投资活动产生现金流	-3,664	-4,533	1,272	1,825	2,500
净资本支出	-2,980	-3,889	-3,200	-3,200	-3,550
长期投资变化	6,830	12,657	0	0	0
其他资产变化	-7,514	-13,300	4,472	5,025	6,050
融资活动现金流	569	2,704	-5,329	-2,165	-392
股本变化	26	349	91	0	0
债务净变化	866	-778	-6,011	-1,303	500
无息负债变化	1,528	1,088	671	829	947
净现金流	2,012	1,518	1,144	5,524	8,237

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.8%	6.3%	10.1%	10.2%	9.8%
EBITDA 率	11.5%	6.8%	9.9%	9.9%	9.5%
EBIT 率	7.9%	2.3%	6.1%	6.2%	5.8%
税前净利润率	7.4%	6.6%	14.0%	14.6%	15.2%
归母净利润率	5.7%	6.2%	13.3%	13.9%	14.5%
ROA	7.2%	6.1%	14.3%	14.3%	13.8%
ROE (摊薄)	15.2%	11.1%	21.1%	19.6%	18.5%
经营性 ROIC	12.7%	4.0%	11.4%	11.9%	11.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	45%	32%	27%	25%
流动比率	0.75	0.65	1.11	1.81	2.45
速动比率	0.59	0.48	0.81	1.46	2.10
归母权益/有息债务	1.44	2.07	5.27	8.06	8.83
有形资产/有息债务	2.91	3.63	7.45	10.67	11.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	40,001	46,989	49,799	56,711	66,552
货币资金	8,519	6,726	7,870	13,394	21,631
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	264	166	194	211	230
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	30	38	44	48	53
存货	2,717	2,865	3,216	3,499	3,825
其他流动资产	640	467	467	467	467
流动资产合计	12,745	10,575	12,144	18,003	26,625
其他权益工具	0	14	14	14	14
长期股权投资	6,830	12,657	12,657	12,657	12,657
固定资产	17,073	18,764	18,461	18,275	18,272
在建工程	1,717	2,298	3,298	4,049	4,821
无形资产	1,502	1,598	1,764	1,927	2,037
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	699	777	777	777
非流动资产合计	27,256	36,413	37,655	38,707	39,927
总负债	20,924	21,234	15,895	15,421	16,868
短期借款	8,247	7,637	1,803	0	0
应付账款	3,104	2,994	3,360	3,656	3,997
应付票据	3,153	3,530	3,963	4,311	4,714
预收账款	251	1	2	2	2
其他流动负债	308	658	814	909	1,013
流动负债合计	16,970	16,159	10,957	9,960	10,881
长期借款	891	3,608	4,608	5,108	5,608
应付债券	2,944	1,176	0	0	0
其他非流动负债	109	222	261	284	310
非流动负债合计	3,954	5,074	4,937	5,461	5,987
股东权益	19,077	25,755	33,904	41,290	49,685
股本	1,848	2,197	2,288	2,288	2,288
公积金	7,068	11,647	12,998	12,998	12,998
未分配利润	9,404	11,656	18,355	25,730	34,116
归属母公司权益	19,006	25,672	33,812	41,188	49,573
少数股东权益	71	82	92	102	112

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.32%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
管理费用率	1.30%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	0.82%	0.71%	0.69%	0.30%	0.17%
研发费用率	2.21%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%
所得税率	23%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.24	0.13	0.31	0.35	0.40
每股经营现金流	2.77	1.52	2.27	2.56	2.68
每股净资产	10.28	11.69	14.78	18.01	21.67
每股销售收入	27.37	20.86	23.44	25.52	27.79

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	21	9	8	7
PB	2.7	2.3	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.6	19.2	10.6	8.7	7.2
股息率	0.9%	0.5%	1.1%	1.3%	1.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE